

日本再興の成長戦略による新しいガバナンス体制づくり ー企業側と投資家側との協創による「攻めのガバナンス」とはー

The Study of New Governance System by Abenomics Strategy

田口 敏行
Toshiyuki TAGUCHI

(平成27年 9 月30日受理)

要旨

アベノミクスによる政策展開は、財政政策として実施されてきた内容は、2014年からは「日本再興戦略」（＝成長戦略）へと吸収される形で継続されている。その目的は、資本市場の活性化と「攻めのガバナンス」体制の構築に向けられている。資本市場に資金が流入しやすく、投資活動と株主価値を重視した新しいマネジメントシステム環境を作り上げようとしている。特に「攻めのガバナンス」に向けた制度改革は、企業側と投資家側との協創による新しいガバナンス体制を目指しており、これまでの「日本的」なマネジメントシステムのパラダイムシフトにつながる側面を持つ。

本稿は、再興戦略による攻めのガバナンスにつながる制度改革の内容を明らかにしながら、これまでの日本企業のマネジメントシステムにどのような影響が及ぼされ、どんなパラダイムシフトがもたらされることになるのかを検討しようとするものである。主に「社外取締役規程の改正」、「コーポレートガバナンス・コードの策定」、「スチュワードシップ・コードの策定」、「JPX日経400の導入」といった制度改革に注目していく。

1. はじめに

安倍政権によるアベノミクスは、いわゆる3本の矢によって進められてきた。異次元の金融緩和、機動的な財政政策、そして成長戦略の3つである。前者の2つはどちらかといえば即効性のある効果を狙った政策であったが、成長戦略は長期的な観点からの政策として取り組まれたものである。2015年現在、前者2つの政策は成果が問われる段階を迎えており、概ね効果を上げていると認識されている。3つ目の成長戦略は、2013年の「日本再興戦略」において構想され、3つのアクションプランから成っていた。日本の中長期的な成長をどのように実現するかについての大枠を示そうとしており、グローバルな観点から日本企業の競争力を取り戻すための構想と言い換えることができる。

この再興戦略は、2014年に改訂版が閣議決定され、改訂版でこれまでの財政政策を吸収している。機動的な財政政策は、景気回復のための公共事業対策をはじめ、財政健全化に向けた対策や税制対策を主眼としたが、法人税対策との関わりから企業に対して、いかに「稼ぐ力」をつけさせるかといった観点からの施策が進められていた。この施策が成長戦略へと吸収されていくのである。そして成長戦略のなかで、「稼ぐ力」を高める制度改革

が進められるのであるが、その目的が「攻めのガバナンス」体制の構築にあった。

これまでの日本の企業ガバナンスはステークホルダー全体（株主、従業員、顧客、地域社会など）に向けた「価値還元」が特徴であった。つまり株主中心に「価値還元」を図っていくという認識やマネジメントではなかったといえる。社外取締役の導入は進んでいても、その役割は投資家的な立場からの役割を果たすというよりも、コンプライアンス的な立場から役割を果たすといった側面が強かった。つまり、欧米に比して日本企業のガバナンス体制は、株主還元という認識が薄く、株主還元を軸とした企業価値向上というマネジメントが弱かったのである。

ところが、アベノミクス以降、日本の株式市場や資本市場は活性化されてきた。その要因の1つは海外投資家の資金流入が大きく影響している。日本の株式市場においては株主の3割は海外投資家であり、主体別にみると彼らが主役という構造が出来上がった。そうした構造変化は、いわゆる「物言う株主」（＝アクティビスト）の影響力や役割を加味したガバナンス体制の構築や、そうした環境にふさわしいマネジメント体制の再構築を必要とし、「日本的なガバナンス」体制からグローバル標準に適合するガバナンス体制へと発展を遂げる必要がある。こうした認識から、アベノミクスは日本再興戦略＝成長戦略において、新しいガバナンス環境の整備を行っていくのである。

具体的には、社外取締役の役割と機能の見直しからはじまり、投資家側と企業側双方への「約束事＝コード」の策定がある。投資家側に関しては、企業との「対話」に際してどんな認識や姿勢で取り組んだらよいのか、企業側に何を求め、その実現にどのようにコミットしたらよいのか、などを標準化した「日本版スチュワードシップ・コード」の導入が2014年に進められている。また、同じように企業側は投資家との「対話」に際して、どのような認識と態度で臨むべきか、どのようなマネジメントを重視したらよいかを考えなくてはならず、その対応標準コードとして「コーポレートガバナンス・コード」の策定と導入が2015年6月より進められている。

そうした施策の最大の狙いは、株主価値を重視したガバナンスとマネジメントである。「失われた20年」という低迷期においての日本企業は、利益や内部資金は負債の返済に充てることで財務体質の改善に用いられることが多く、さもないと内部留保に向けられた。新規投資や研究開発、事業拡大に向けられることが少なかった。そうした体質を払拭させるべく、企業に投資家から多くの資金が流入し、企業は資金を積極的な投資へと向けることで戦略的に収益を上げ、それらの利益を投資家に還元することでさらなる投資家からの資金が企業へ流入していくという循環をつくるのが、投資家と企業家との協創であり、持続的な企業価値を向上させる「攻めのガバナンス」とみなされている。企業には、株主への配当を厚くして株主還元率を高めることや、自社株買いによる株主営業利益率（ROE）を重視したマネジメントシステムの構築が求められている。我が国のROEは欧米に比して低く、ROE経営の定着と推進が成長戦略においても推進されている。

本稿では、成長戦略により進められているガバナンス体制の整備状況を時系列的にその内容を整理し、どのような環境が作られようとしているのかを明らかにする。そのうえでそれが日本企業のマネジメントシステムに対して、パラダイムシフトとなるのかどうか、ROEを重視したマネジメントとは、どんなノウハウを伴うことになるのか（＝どんなパラダイムシフトが必要か）、持続的な企業価値向上につながる優位性の源泉と戦略手法は

どうなるのか、といった点を検討していく。

2. 財政政策から日本再興戦略（改訂版）への移行と戦略概要

はじめに財政政策が再興戦略（改訂版）へと吸収されていくプロセスから整理しておく。アベノミクスでいう3本の矢は、金融政策、財政政策、成長戦略であるが、成長戦略は2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」において構想されている。3つのアクションプランから成り、それは「日本産業再興プラン」「戦略市場創造プラン」「国際展開戦略」である。

「産業再興プラン」は、産業競争力を高め、世界で一番企業が活躍しやすい環境の整備を図るためのプランであり、「市場創造プラン」は、日本の強みを発揮するノウハウを図ろうとするプランである。そして「国際展開戦略」は、新興国を中心とする世界の経済成長を取り込もうとする戦略が練られている。目標はヒト・モノ・カネを動かし、10年間平均で名目成長率3%程度の達成と、実質成長率で2%程度の達成が目指されている。そのうえで10年後には、1人当たりの名目国民総所得（GNI）を150万円以上増加させようと構想されている¹⁾

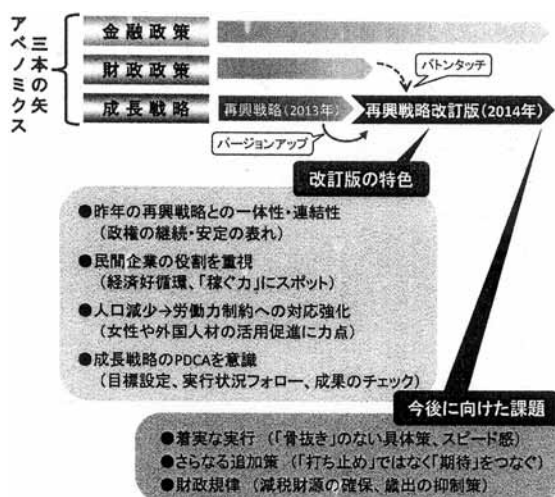
一方財政政策においては、2013年10月に「民間投資活性化のための税制大綱」や「経済政策パッケージ」が実施され、機動的な財政政策として景気対策が打たれていた。同年12月には「産業競争力強化法」も成立している。財政政策では、予算編成や統制に関わる政策と同時に公共事業による景気対策措置をはじめ、民間企業の投資活性化のための法人税対策などが実施されていた。財政政策と成長戦略とは相対的に独立する形で推進されていた。

ところが2014年6月になると、「日本再興戦略」の改訂版が新しい成長戦略構想として閣議決定されてくる。ここでこれまで独立していた財政政策が、改訂版へ吸収される格好となる（図表－1）。もちろん改訂版は、2013年の再興戦略との間で一体性・連結性は保たれているが、改訂版では財政政策を吸収したことで、経済の好循環をもたらす主体としての民間企業の役割の重視（＝民間企業による「稼ぐ力」の強化）、女性や外国人材の活用促進といった課題が具体的に追加されるに至るのである。

成長戦略において、民間企業にどんな役割が期待されることになったのかという点では、改訂版の日本再興戦略では、民間企業の役割として「10の焦点」が設定されている。そのなかで最も重視されているのが企業の「稼ぐ力」を取り戻すための「コーポレートガバナンス」強化であった。財政政策においても、法人税改革において「稼ぐ力」のある企業を生み出す仕組み作りが課題とされていたが、そうした仕組みづくりは成長戦略と融合しながら、アベノミクスの本命ともいえるビジネス環境へと位置づけられていくことになる。

ガバナンスというと、法令順守や不正の防止といった趣旨での活動という意味合いが強かったが、成長戦略におけるガバナンスは、これまでの趣旨でのガバナンスと異なり、「攻めのガバナンス」体制を構築しようとしているところに特徴がある。その特徴は、以下、本稿において論究していくが、企業の中長期的で持続性のある企業価値向上を目指し、そのために投資家側と企業側（経営側）は、どんな役割を果たしたらよいかを、お互いに認識し合い、双方がパートナー的な関係となって企業価値を高めることができる体制を築

図表－１ 2014年「日本再興戦略改訂版」の特色



（出所）みずほ総合研究所『2020年に向けた経済政策5分野の提言』2014年、p.6 (<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/urgency/report140725.pdf>)

くためのガバナンス強化である。「攻めのガバナンス」と特徴付けられ、これまでの日本のガバナンス活動にはなかった仕組みがつけられつつあるといえる。

具体的には、政府主導によるコーポレートガバナンス・コードの導入（2015年）と日本版スチュワードシップ・コードの導入（2014年）という形で進められている。前者は企業側（経営者側）に向けた「攻めのガバナンス」のための責任や方針を指し示すコードであり、後者は投資家側に向けた「攻めのガバナンス」のための責任や方針を指し示すコードである。どちらも強制力あるものではなく、実行できない折はその理由を説明する義務が生じるいわゆるソフトローである。両コードは「攻めのガバナンス」の両輪であり、短期的な業績主義に陥ることなく、株主価値を高めることを最優先させながら、資本効率を高める経営を持続させることで、中長期わたる企業価値の向上を実現するための手段といえることができる。

日本は「失われた20年」といわれるように、これまで稼ぐ力を失い、資金を内部に留保する体質が構造的に定着してしまっていた。バブルの崩壊、低成長、金融危機、リーマンショックなど外部環境の激変もあり、資産や資本が毀損し、負債の蓄積とその返済を重視したマネジメントが軸となっていた。それを払拭すべくアベノミクスが登場し、金融緩和や財政政策、そして成長戦略により成果を残しつつあるのが現状である。いわゆる第3の矢が成長戦略であり、そこで推進されているのが「攻めのガバナンス」と「稼ぐ力」の定着といえる。総じて「コーポレートガバナンスの強化」と言い換えることができる。

これまでにない内容を持ったガバナンス政策であり、広義には国際的な企業の競争力を取り戻すための政策でもある。金融緩和により株式市場は活性化されてきた。但し、日本の株式市場は海外投資家の役割が高まっており、主体別にみると3割が海外投資家により動かされている。株式市場や資本市場も大きく構造変化が進み、「物言う株主」の台頭が顕著となっている。そうした背景もあり、制度をより国際的な標準に近づけ、株式市場へ

の資金の流入と活性化を図り、企業活動に積極的な投資の促進、研究開発の促進、M&Aの促進を軸とした経営を成長戦略は期待している。

また、マネジメント手法として、資本効率の向上が推進されている。企業価値の向上に際しては、ROEの向上という客観的な指標が重視されている。資本効率は株主重視という狙いが込められており、「稼ぐ力」の課題とされる。すでに配当の増大や自社株買いといった手法を実施してROEを高める企業も続出しており、投資指標としてROEの高い順に400社ランキングする新指標JPX400が動き出している（後述）。成長戦略は企業のマネジメント手法も変革させつつあり、日本企業と経営の在り方を大きく変える可能性のある施策といえる。

3. 成長戦略による新しいガバナンス体制の特質

3-1 「稼ぐ力」と「攻めのガバナンス」体制の構築

「稼ぐ力」のある企業を生み出すためのフレームワークは、最終的には企業にグローバルな収益性指標であるROEの改善をマネジメントの軸として認識させ、企業価値の向上（株価上昇）を目指させようというものであるが、そうした狙いを実現させるために、コーポレートガバナンスの強化＝「攻めのガバナンス」体制が必要とみなされている。このコーポレートガバナンスの強化は、株主価値を高める経営こそ企業価値を持続的に高める経営であるという認識を前提にしたガバナンスの在り方を作り上げようとするもので、過去において追及されてきたコーポレートガバナンスの内容とは質が異なる点に留意しなければならない。

つまり、これまでのコーポレートガバナンスの追及は、企業による背任事件などの防止や企業の信頼回復を図ることが主な狙いであった。どちらかといえば「法令順守」を実現するための企業統治体制を作り上げることが目的とされた。企業の信頼を高めるための統治機構作りともいえ、モニタリング機能の強化や再設計、社外取締役の採用や委員会制の導入による監査機能の強化など、これまでに我が国においてガバナンス対応はなされてきた²⁾。記憶に新しいところでは、オリンパス事件や大王製紙事件などを契機にガバナンス問題が注目され、その重要性は社会的にも企業の間でも痛感されていた。教訓材料として多くの企業でもガバナンスの強化が図られているといえる。

そうした考え方は、経営者の倫理観や社会的責任（CSR）という観点からのガバナンス論の追及と言い換えることができる。例えば、田中一弘氏は、「良心」を軸にガバナンスを律することの重要性を主張しており、オリンパスなどの事件の増大に伴い我が国でクローズアップされてきた観点といえよう³⁾。倫理観を重視したガバナンス論である。一方で、柳川範之氏は、広義のガバナンスの定義を「企業をめぐるステークホルダー（利害関係者）間の利害調整いかによりうまく調整し、企業全体の価値を最大にするか」とし、エージェンシー・コストを最小化することが、優れたガバナンスの重要な要件であるとしている。企業の社会的責任という観点からの典型的なガバナンス論といえる⁴⁾。

また、伊丹敬之氏は、経営者をはじめとする経営管理職層によって行われる事業活動の制御行為をチェックすることがコーポレートガバナンスであるとし、「チェック機能」をガバナンスの本質と定義している⁵⁾。さまざまな観点からのガバナンス論があり、筆者は

そうした視点からのガバナンス追及を軽視するものではないが、成長戦略において追及されているガバナンス論やガバナンス体制は、これまでのアプローチとは異なっている。投資家と企業家（＝経営者側）との建設的な「対話」（＝エンゲージメント）環境を整え、株主価値向上こそ企業価値向上の本質であるとの共通認識を柱にして、投資家の経営に対するコミットメントをより強化していこうという狙いがある。

投資家側＝株主側は、経営者の制御行為をチェックする役割だけでなく、経営者との対話を通じて共通認識を深め、株主価値を高めるようなマネジメントの在り方を「ともに追求するパートナー的存在」という役割が重視されている。ステークホルダー間の利害調整を行うだけでもない。もちろん、投資家である株主の短期的な利害であるキャピタルゲインを高めればよいというわけでもない。長期的かつ持続的な企業価値の向上を実現する協創関係の担い手であり、双方の協創による企業価値の追及が「攻めのガバナンス」となる。投資家の経営に対するコミットメントの強化という側面はそうした意味合いであり、これまでのガバナンス論やガバナンス体制とは質的に異なる特質の1つである。

また、別の新しい特質としては、株主重視の経営を前提とするところである。先に柳川氏のガバナンスの定義を見たが、株主の利益の最大化を図ることが優れたガバナンスであるとの考え方がされていた。成長戦略が構想するガバナンス体制は、この定義に近い。しかし、成長戦略が構想するガバナンス体制は、投資家と企業家とを対立関係とはとらえていない。柳川氏は、双方の利害調整がガバナンスの本質的内容とみなしていたが、双方の関係は「対話」という仕組みの構築により、企業価値を持続的に向上させるためのパートナー的存在とみなされる。短期的に利益を上げ、それを株主に還元していきただけでは短期志向＝ショートターミズムという限界に陥ってしまう。持続的な企業価値の向上こそが本質となる。

もちろん利益の株主還元重視は、マネジメントスタイルとして基本となる。配当性向を高め、自社株買いなどにより株価を維持し、ROEを経営指標の最優先指標として重視する経営が求められる。そうした経営が重視されるのも、株主価値の重視が最優先されるからである。しかし、株主重視という意味はそれだけではない。短期的ではなく、持続的な企業価値向上がガバナンスの目的そのものとなる。所有と経営の分離による分業と役割分担はあるが、経営者側は、短期の業績や指標だけでなく、中長期にわたる戦略や経営計画も投資家に開示し、投資家はそれに対する意見を「対話」を通じて積極的にフィードバックする役割が重視されているのである。単に出資者としての株主の立場と彼らへの「見返り」を重視するだけの株主重視という意味ではなく、彼らの役割と思考をマネジメント力として取り込むという発想からの株主重視という意味が重要であり、新しい特質といえる。

一橋大学の伊藤邦夫教授を中心に、これからの新しいガバナンス体制の構築に向けた報告書が2014年にまとめられているが、これまでの日本のガバナンスにおいては、ステークホルダー全体への分配を最大化することが重要視される傾向があった⁶⁾。東証のコーポレート・ガバナンス白書（2013）でもそうした傾向が現れている。ガバナンスについての会社の取組みに関する基本的方針やガバナンスの目的として、「企業価値」をあげる会社が全体の53.3%であるのに対して、「ステークホルダー」について言及する会社は60.0%に達しており、「株主価値」をあげた企業は6.6%に過ぎなかった。このことは、日本企業は株主価値の極大化行動を第一と捉えるのではなく、多様なステークホルダーとの良好な関係

を通じて企業価値を向上させようという経営戦略をとっている企業が数多く存在するということの意味しているといえる⁷⁾。そうした日本的なガバナンスの在り方に対しても、成長戦略による株主重視の「攻めのガバナンス」体制づくりは、1つのパラダイムシフトをもたらすということができよう⁸⁾。

成長戦略が株主価値の重視や「攻めのガバナンス」を目指す根拠は、低迷期の日本企業に定着してしまった投資をせずにキャッシュを溜め込む体質からの脱却であり、資本効率の悪化からの脱却にある。資本効率は「稼ぐ力」であり、その改善のためにはROEを重視した経営が望ましい。中長期の資金運用を目指す投資家は、投資先の資本効率を尺度に投資を判断する。その資本効率に関わる代表的な指標がROEである。企業は短期的には株主還元を高めるマネジメントを重視する必要があるが、それだけでなく、株主との対話を通じてパートナー的な関係を構築し、中長期的な企業価値の向上を目指さないと持続的な企業成長は達成できない。そのためには資本効率を重視したマネジメントを実行し、ROEを高めて投資家との間に長期的で良好な関係を築くことが欠かせない。成長戦略は、グローバルな競争下に置かれた日本企業にとっては避けては通れない新しい仕組み作りを推進していると言える⁹⁾。

3-2 ガバナンス・コードの策定と新しい規律づくり

その実現に向けて成長戦略において最初に着手されたのが、投資家と企業家に対するガバナンスのための規律づくりであった。企業側と投資家側のそれぞれに「ガバナンス・コード」を策定し、それぞれの立場を斟酌しながらの「企業統治の原則」づくりがされている。企業家側に対しては、社外取締役規程の改正を図りながら、彼らの積極的活用を含んだ「コーポレートガバナンス・コード」が策定され、上場企業が目指すべき企業統治の原則が確立された。そして、投資家側に対しては、適切な受託者責任を果たすことができるような原則＝日本版スチュワードシップ・コードが策定されている。機関投資家はこのコードに従って、企業に対して持続的な成長を促す行動を積極化させるもので、具体的にはROEの改善を果たさせようと促すのである。ROE経営を軸とした投資家と企業家とによる「攻めのガバナンス」体制と言い換えることができる。

詳しくは後述するが、それぞれのコードについて簡単に特徴をまとめておく。まず、企業側（＝経と営者側）に関わるコーポレートガバナンス・コードであるが、「コンプライ・オブ・エクスプレイン」という仕組みで、法令とは異なる。ガバナンスに際しての企業側が守ることが望ましい諸原則が規定されている。5つの基本原則、30の原則、38の補充原則からなる¹⁰⁾。内容となる各原則について、実施（コンプライ）しなければならないわけではなく、実施しなくても実施しない理由を説明（エクプレイン）すればよい。結局、理由さえしっかりと明らかにすれば、実施する必要はない規律というものである。

2014年8月に原案が公表され、2015年3月の有識者会議で原案が確定し、同年6月より実施に移されるに至ったものであるが、これを推し進めたのが2014年6月の「改訂版日本再興戦略」（＝成長戦略）である。この戦略は日本経済を本格的な軌道に乗せ、経済の好循環引き続き回転させていくには、日本経済全体としての生産性を向上させ、「稼ぐ力」（＝収益力）を強化していくことが不可欠としているが、そのための具体的施策の冒頭に「コーポレートガバナンスの強化」が掲げられている。

生産性向上、つまり「稼ぐ力」の向上のために企業は変わらなければならず、その実現に向けてグローバル水準のROEの達成を1つの目安に「コーポレートガバナンスの強化」が位置付けられている。そしてそのなかで「コーポレートガバナンス・コード」の策定が盛り込まれる。持続的成長に向けた企業の自律的な取組みを促すために、東京証券取引所が新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定し、上場企業に対して当該コードにある原則を実施するか、実施しない場合はその理由の説明を求めるものとした。コーポレートガバナンス・コードは、アベノミクスにおける「第3の矢」の中核的な施策となっている。

特徴は3つで、①「攻めのガバナンス」を目指していること、②投資家の意見に耳を傾けていること、③資本効率の向上を重視していること、である。①の「攻めのガバナンス」についてはこれまでも言及してきたが、同コードの序文において「会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面を過度に強調するのではなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上図ることに主眼を置いている」とある¹¹⁾。つまり「稼ぐ力」を取り戻すためのコーポレートガバナンス改革であり、リスク回避や不祥事防止といった「守りのガバナンス」とは力点が異なるという特質がある。

②の「投資家の意見に耳を傾ける」に関しては、そのままと言ってもよいが、多数のステークホルダーの利害にも配慮されている。株主との対話について規定する基本原則5では、「経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである」とされている¹²⁾。しかし、政府が関与して作成されたコーポレートガバナンスに関する基準として見れば、投資家側の意見に大きく耳を傾けた内容となっている。

そして③の「資本効率の向上」に関しては、日本の株式市場の低迷や資本効率の低さといった問題意識が背景にあるが、投資家からの資本効率の重視を求める声が推し進めたとあってよいであろう。例えば、議決権行使助言機関のインスティテューショナルシェアホルダーサービス（ISS）の2015年版日本向け議決権行使助言基準において、「過去5期平均のROE（自己資本利益率）が5%を下回り、かつ改善傾向（直近の会計年度のROEが5%以上ある場合を指す）にない場合、経営トップ（社長・会長）である取締役の選任について、原則として反対を推奨する」旨の方針が示された。

また、先にも参照したが経済産業省が取り組む伊藤邦雄教授を座長として進められた企業と投資家との望ましい関係構築のためのプロジェクト（伊藤レポート）においても、資本効率の重視とこれまでのガバナンスにはない特質についてふれられている。一昔前の投資家側からのコーポレートガバナンス改革の要求は、社外取締役の導入や増員など、機関設計に関わるものが目立ち、しかもその要求を裏付ける論理も、あまりエビデンスのない説得力の乏しいものが多かった。しかし、今回の資本効率の改善に関わる投資家の要求は、エビデンスに基づく一定の説得力を有するもので、コードはそうした内容を盛り込んでいる点が、これまでのガバナンスとは質的に異なる内容とみなしている。

一方、投資家側にも投資家としての責任を果たすために有用と考えられる諸原則が策定

されている。それがスチュワードシップ・コードである。正式に『「責任ある機関投資家」の諸原則』と呼ばれ、副題として「日本版スチュワードシップ・コード」が付されている。2014年2月に金融庁に設けられた日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者会議における検討の後に発表されている。その内容は、主として日本の上場企業の株式に投資する機関投資家が、「責任ある機関投資家」としての責任を果たすために有用と考えられる原則を定めたものである。「責任ある機関投資家」としての責任のことを「スチュワードシップ責任」と表現しており、それは2010年に英国で策定されたスチュワードシップ・コードを参考に作成されたものである。2015年2月末の時点で、信託銀行など6、投信・投資顧問会社など129、生命保険会社4、年金基金など21、その他7の合計184の会社・団体から受入表明がなされている。日本の主だった機関投資家は、ほぼ受入を表明しているといわれている。

スチュワードシップ・コードは、コーポレートガバナンス・コードに先立ち、2013年6月の日本再興戦略（改定版の前）で謳われている。成長戦略のために「コーポレートガバナンス」を見直し、公的資金などの運用の在り方を検討するために3つの具体策が謳われた。その1つが「機関投資家、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップ・コード）について検討し、取りまとめる」であり、7つの原則から成る。

スチュワードシップ・コードは、コーポレートガバナンス・コードとともに「車の両輪」であり、企業の持続的成長と投資家の中長期的な投資リターンの増大という共通の目的のために策定されているが、スチュワードシップ・コードは、主に議決権行使を通じて企業のコーポレートガバナンス改革を押し進めることを意図しているといえる。現在の日本企業においては、安定株主に代わり保有部門として大きな影響力を持ち始めている機関投資家の議決権を背景にした制度であり、海外投資家の増大という株式市場の構造的変化への対応ともいえる。海外投資家の資金流入を中長期的に継続させるには、「物言う株主」という彼らの特徴を加味した原則と規律を定着させていくことが必要となったともいえる。

「物言う株主」とも関わるが、スチュワードシップ・コードなかでも中核といえる規律が、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」（コードの原則4）であり、エンゲージメントと呼ばれる。対話を通じてこれまで以上に投資家の意向をガバナンスに反映させようとするところが新しい特質である。投資家と企業家（＝経営者）との相互作用を表す「インターフェイス」となり「ツール」となるのが、まさにこのエンゲージメントであり、対話といえる。対話の場、方法、対話の対象項目など、攻めのガバナンスの在り方を決めることになる。投資家と企業家は対話を通じて持続的な企業価値向上を目指す。これまでの日本のガバナンスにおいては、投資家と企業家との対話は十分になされていない場合が多く、対話というシステムづくりは新しい特質といえる。

ただし、英国や米国ではエンゲージメント＝対話は、すでに一般化している。英国のスチュワードシップ・コードでは、企業戦略やコーポレートガバナンス、そして株主総会の議案を巡り、投資家と企業家との間で行われる目的のある対話をエンゲージメントと定義している。また米国でも、機関投資家が投資先企業との間でさまざまな形で対話を持ち、コーポレートガバナンスの改革や経営改革を促す取組みが一般化しており、これらの活動はエンゲージメント活動と呼ばれている¹³⁾。

元来、投資家の行動原理ということでは、「ウォール・ストリート・ルール」と呼ばれる原理があった。投資先企業の業績などに不満があれば株式を売却するというもので、株価が下がることが間接的なガバナンスにつながると考えられてきた。しかし、機関投資家の運用資産の拡大に伴い、市場での売却による投資資金の回収が、株価への影響により困難となるような規模となり、「ウォール・ストリート・ルール」だけでは対応できなくなった。また、機関投資家の受託責任が強化されるに伴い、議決権行使その他の方法により、投資先企業に働きかけを行うことで企業価値の増大または株価の上昇を促し、その結果投資リターンの増大を目指す選択を機関投資家が行うようになった。そうした過程で、さまざまな紆余曲折を経て、投資家と企業との建設的な相互の働きかけという概念が誕生し、認識されるようになったのである。

長期の企業価値向上により投資リターンの増大を意図する中長期運用の投資家が、同じく長期の企業価値向上を目指す経営者との間で行う活動をエンゲージメントと呼ぶ傾向が強まっていった。リーマンショック以降、危機の原因の1つに投資家と企業との短期的志向（ショートターミズム）が位置付けられ、英国などで改めてスチュワードシップ・コードが策定され、企業の長期的成功を意図した対話＝エンゲージメント活動が注目された。アベノミクスの成長戦略のなかでようやく日本でも導入が進められたのである。

コーポレートガバナンスとショップスチュワードシップという2つのコードの策定と導入は、「稼ぐ力」と「攻めのガバナンス」に向けて、企業のマネジメントに大きな変革を持たらしつつあるといっていよい。ショップスチュワード・コードの方は、抽象的な7つの原則による規律であるが、企業家の原則であるコーポレートガバナンス・コードの方は、5つの基本原則、30の原則、38の補充原則からなり、「稼ぐ力」と「攻めのガバナンス」への変革が盛り込まれている。先にも言及したように、同コードでは、会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面を過度に強調するのではなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼が置かれている。低迷期の日本企業のマネジメントにみられた「執拗な内部留保」や「財務体質の改善」といった守りのマネジメントから、「新規市場の開拓」や「新製品・新事の開発」といった攻めのマネジメントへと変革する大きな環境が、ようやく日本において整えられたと言える。

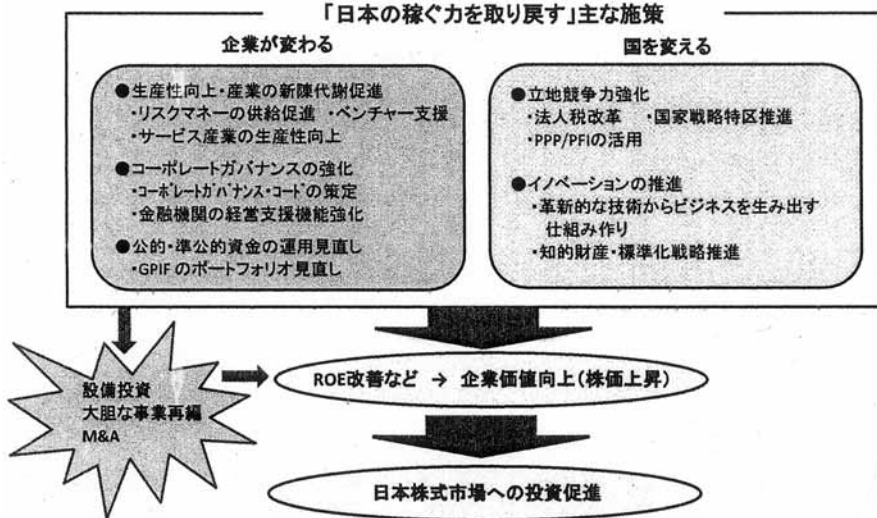
3-3 資本市場の活性化とJPX400の導入によるガバナンス体制の整備

但し、企業の「稼ぐ力」や「攻めのガバナンス」を定着させるためには、コードの策定だけでなく、よりマクロ的な環境の整備も必要となる。投資家と企業家には規律が設けられたが、株式市場や資本市場全体に対して資金が集まりやすい環境とインセンティブ設計が必要とされる。ミクロからマクロに至るまでの基盤整備というか、ビジネスインフラ全体にわたる整備（図表-2）が必要となる。ここでは、コードの策定以外のマクロ環境の整備がどのようになされているのかを整理しておく。

マクロ環境を広くとらえると、立地競争力の強化（国家戦略特区推進、PPP/PFIの活用）といった仕組みづくりがある。また、生産性向上と産業の新陳代謝促進のための「リスクマネーの供給促進」「ベンチャー支援」「サービス産業の生産性向上」などの施策とその推進も広い意味では、稼ぐ力と攻めのガバナンスを流すマクロ環境といえるが、企業価

値の向上は株式上昇と一体化しているため、株式市場の活性化のための環境整備が重要となる。そこで株式市場の活性化を促す施策と環境整備に絞って整理する。具体的には、公的・準公的資金の運用見直し（GPIFによる株式運用の増大とポートフォリオ見直し）、そしてJPX400の導入の2つを取り挙げる¹⁴⁾。それぞれ見ていく。

図表－2 企業の持続的成長を目指す施策と成長戦略のフレームワーク

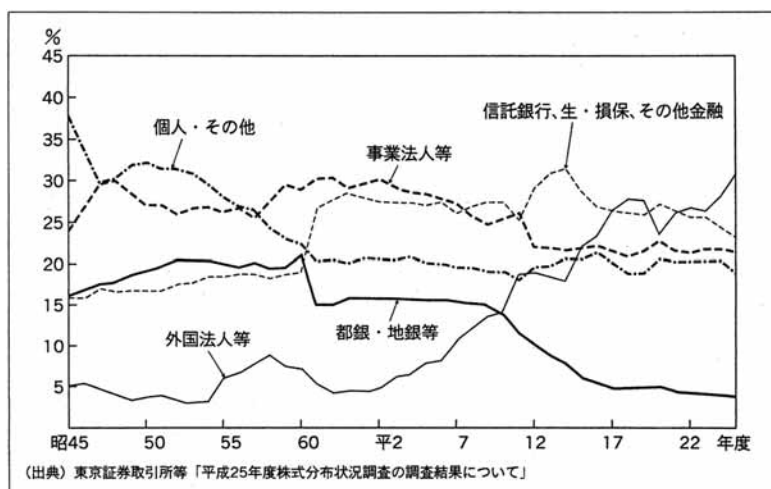


（出所）みずほ総合研究所「2020年に向けた」、前掲、p.19.

稼ぐ力と攻めのガバナンスの実現のためには、マクロ的な課題として株式市場や資本市場の活性化（＝資金の継続的な流入環境の定着）という環境がなくてはならない。そのため、国内・外の個人投資家ならびに機関投資家の資金を呼び込む仕組みとインセンティブ設計が必要となるが、日本の株式市場にも大きな構造変化がみられる。

まず、最も大きな変化は所有主体の変化である。今や日本の株式市場の主な所有主体は海外投資家であり、30%以上を占めている（図表－3）。海外投資家の増大は「物言う株主」の増大となる。欧米流のガバナンス方式ややり方の影響を当然受ける。そうした環境をこれまでの日本流の方式に融合させようとするのが成長戦略であり、ビジネス環境づくりといえる。海外投資家から評価される環境がなければ彼らの資金を呼び込めない。これまでのような「日本的なガバナンス」では、株式市場の活性化は難しく、彼らから評価される環境改善を行う必要がある。欧米流の国際的な企業価値基準（ROE重視）や統治機構づくりを図り、海外投資家の資金力や声も活用しながら、日本企業の稼ぐ力を高めていかなければならない。日本企業のマネジメントの変革は、そうした意味では、「外部環境からの圧力」が契機となっている。SWOT分析的な見方をすると、外部の「脅威」に対する対応として、ガバナンス改革とマネジメント変革が必要となり、「官民」協力体制で進められているという特徴がある。

図表－３ 所有主体別にみた株式市場の構造変化



(出所) 森・濱田松本法律事務所編『変わるコーポレートガバナンス』日本経済新聞出版社、2015年、p.41.

ただし、株式市場や資本市場の活性化と攻めのガバナンスに向けた環境づくりは、海外投資家のみを頼りにしているわけではない。国内の機関投資家や個人投資家の資金の流入を促そうとする仕組みも整えられている。その際には、国内の機関投資家と個人投資家による株式運用の促進をいかにつくるかが課題となる。なかでも国内の機関投資家の株式運用の拡大と市場への資金流入環境が重要となる。なかでも資金力のある機関投資家の株式運用の影響が大きくなるが、成長戦略は、GPIF（年金設立金管理運用独立行政法人）のポートフォリオ見直し措置を行い、株主運用促進のテコ入れを行っている。

これまで公的年金などの資金運用は、専門の年金機構により運用されてきた。公的資金であるためリスクの大きい運用はこれまで行われてこなかった。年金機構が独立行政法人化（＝GPIF）された後も、年金の運用は、景気の低迷構造もあり安全な国債が中心とされてきた。しかし、成長戦略は日本の株式市場の回復とともに、GPIFの運用対象を株式にシフトさせる措置をとった。国内株式保有比率引き上げる措置である。

図表－４は、年金機構などによる株式運用比率の増大状況とポートフォリオの様子を現している。運用銘柄は入れ替わるとはいえ、そうした機構による株式の持ち分増大は市場価格を押し上げる効果がある。また、公的資金が株式市場に流入することで、市場はより活性化され、企業の資金調達や投資活動が活発となる。事業活動は高まり、売上や利益の増大の可能性は広がる。そうなれば、株主還元の増大と投資家による再投資という経済の好循環がもたらされる。「攻めのガバナンス」体制や稼ぐ力を支える重要なマクロ環境となっている。

さらに成長戦略は、「JPX日経400」の設定と普及を実施している。これは、投資家に対して新しい指標を提供するもので、ROEの高い企業を集めてつくる株価指標と言える¹⁵⁾。稼ぐ力と攻めのガバナンスを実現するためには、企業は資本効率を高めるマネジメントが求められる。そうしたマネジメントにより実績を上げる企業に投資家が投資する、といった循環が望ましい。しかし、これまでの日本の投資指標には、TOPIXなど代表的なパッ

図表－４ 年金機構などによる株式運用比率の増大とポートフォリオ再編

	2014年末		新基本ポートフォリオ			
	兆円	構成比	兆円	差額	構成比	乖離 許容幅
国内債券	59	43%	48	－11	35%	±10%
国内株式	27	20%	34	7	25%	±9%
外国債券	18	13%	21	3	15%	±4%
外国株式	27	20%	34	7	25%	±8%
短期資産	6	4%	0	－6	—	—
合計	137	100%	137		100%	

(出所) 藤田 勉『日本企業のためのコーポレートガバナンス講座』東洋経済新報社、2015年、p.177

シブ型の指標はあったが、ROEの高さを提供してくれる指標は存在しなかった。アベノミクスは成長戦略において、「攻めのガバナンス」とROE経営を定着させようとしているわけであるが、企業のマネジメント成果の良し悪しを見る指標として、ROEを重視させようとするところから、ROEの高い企業上位400社（400銘柄）を選んで投資家に開示する「JPX日経400」を2014年より実施に移している。

JPX日経400は、資本の効率的活用や経営体制などについて、グローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした銘柄で構成される株価指数を指す。東京証券取引所と日本経済新聞社が開発した指標で、すでに2014年1月より算出が開始されている。東京証券取引所に上場されている企業3,400社の中から、投資家に魅力的な銘柄400を選び、財務や営業が優秀な日本の株式市場をけん引する銘柄の動きを指標として発表するものである。

銘柄の選定は1部上場に加え、2部およびマザーズ、ジャスダックなどの新興市場を含めた東京証券取引所の上場企業の中から、特設注意銘柄ならびに過去3年間で連続赤字や債務超過の状態にある企業を除き、売買代金と時価総額を踏まえて、まず上位1,000銘柄を組み入れた候補銘柄を選定する。そしてその後、その候補の中から企業の資本効率を示す自己資本利益率（ROE）、営業利益、時価総額の3つの指標を基にして定量的な指標を評価点として400銘柄に絞り込む。具体的には、「3年間平均ROE40%」、「3年累積営業利益40%」、「時価総額20%」でスコア付けが行われる¹⁶⁾。

この指標により、ROEの高い企業が目瞭然となり、投資家の投資先企業として魅力的な対象となる。また、マネジメントの在り方も資本効率を改善しROEを高めるやり方へシフトする企業が増える。さらに、先ほどGPIFが株式運用比率を増大させていることに言及したが、GPIFはこの日経JPX400に連動するパッシブファンドを採用しており、また日銀も同指数連動型のETFを量的・質的金融緩和策における買い入れ対象に加えている¹⁷⁾。

以上、GPIFによる株式運用比率の増大とポートフォリオの再編、そして日経JPX400の導入を中心に、攻めのガバナンスや稼ぐ力を促すマクロ環境の整備状況をまとめてきた。グローバル競争に備えたビジネス環境を整えようとしており、海外の機関投資家だけでなく国内の投資家への環境整備が進められている。今回は紙面の関係で詳しく考察しないが、小口の投資家に対してキャピタルゲインに課税されないNISA口座なども、株式市場や資

本市場の活性化のための施策である。また投資信託においては株式投信の比率が高まっており、新商品の開発も目立ってきている。日本の企業やマネジメンは、稼ぐ力と攻めのガバナンスを促す環境のもとで、中・長期の収益性を高める努力、そしてROEを高める経営へと戦略をシフトさせはじめており、マネジメンのパラダイムシフトが起こり出していると言える。次節では、実際にコードを導入している企業の割合や実態・動向を明らかにしながら、マネジメンのパラダイムをシフトさせる本格的な変革となるのかどうか、検討していく。

4. 新しいガバナンス体制の動向と実態

4-1. 社外取締役の役割と機能の変遷と実態

これまで「稼ぐ力」と「攻めのガバナンス」に向けたさまざまな施策とその内容、そして新しいガバナンス体制の特質を考察してきた。本節においては、実際にどの程度新しいガバナンス体制の構築に向けて取組みが各企業で行われているのか、その動向と実態を検証していく。コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードの導入状況、上場企業のROE水準、JPX400に採用されている企業銘柄などの実態を掴むことにする。なお、これまで新しいガバナンス体制の要素として、「社外取締役の改正」については取り挙げてこなかった。どちらかというと、不正の防止や内部の監査といった「守りのガバナンス」対策に位置づけられる感があり、「攻めのガバナンス」に向けては、ROE経営やコードの導入などが主となったためである。また、不正の防止対策としてかなり前から社外取締役の導入策は進められてきた。しかし、最近の社外取締役の改政策には、攻めのガバナンスに関連してきている側面がある。コーポレートガバナンス・コードにおいては、2人以上の「独立社外取締役」の選任を求めており、置かない場合は理由の説明が求められる。社外取締役の役割や機能の制度変遷や実態をここで扱うことにする。

まずコーポレートガバナンスの社外取締役規定に関する改正から検証していく。この社外取締役に関する変更は、直接「稼ぐ力」に影響するものというよりは、経営の監査の強化に関係する。コーポレートガバナンスの必要性は、オリンパスや大王製紙のような巨額の背任事件により高まったもので、アベノミクス以前から要請されていた。しかし、アベノミクスで改めて社外取締役が注目された理由は、不正防止のためのガバナンスの不十分さは、日本企業の投資先としての魅力を失わせるという国内外からの批判があり、社外取締役の要件を厳格化することで内外投資家の信頼を高め、国内投資を活性化させるという目的が背景にあった。直接に「攻めのガバナンス」のためというわけではなく、企業の「信頼」を回復するあるいは「信頼」を保つためのガバナンスに向けた取組みといえる。

2013年6月「会社法の一部を改正する法律案」が参議院で成立・可決し、2015年4月から施行されることとなった。改正の目的は、株式会社をめぐる最近の社会経済情勢に鑑み、社外取締役等による株式会社の経営に関する監査の強化、ならびに株式会社及びその属する企業集団の運営の一部の適正化を図ることに重点が置かれ、コーポレートガバナンスの在り方と親子会社に関する規律を中心に新しく制度化されている¹⁸⁾。改正項目は、「コーポレートガバナンス関連」、「親子会社関連」、「M&A関連」、「その他」の大きく4つであり、社外取締役に関しては「コーポレートガバナンス関連」のなかで扱われている。社外

取締役の規定は今回の改正で新設されており、「社外取締役・社外監査役の要件見直し」と「社外取締役を置いていない場合の理由の開示」の2点が改正点となっている。詳しく見ていく。

我が国における社外取締役は、2002年度の商法改正で導入された制度であり、その役割と機能としては、取締役会の監督、経営に関する監視、業務執行の適正性の保持などが期待されている。社外取締役の採用は、制度が導入されて以来増大しており、2014年8月時点で、東証一部に上場している企業1,816社のうち74.4%にあたる1,352社が社外取締役を設置している。しかしながら、残りの464社に関しては設置しておらず、諸外国に比べると、まだ社外取締役を確保できていない状況にある。また、社外取締役を選任している企業であっても1人しか存在しない会社が半数以上であり、やはり諸外国に比べると十分ではない。さらに社外取締役全体の25%は、就任している企業に対する社外性を完全には保持していない（親会社出身7.5%、親会社・子会社以外のその他の関係会社出身10.2%、親族1.8%、報酬関係5.0%）。諸外国では社外取締役の要件として、就任する企業と重要な関係を持たない独立性・中立性が要求されるが、日本の場合、そうした社外性が完全ではない。

改正前の日本の社外取締役制度の問題点は、①社外取締役の設置が義務付けられていない点、②社外取締役の完全なる独立性が要求されていない点の2つであり、会社法においての課題であったといえる。諸外国の事例を見ると、アメリカ、イギリスでは上場企業の取締役会の過半数は社外取締役であり、フランスでは3分の2以上が社外取締役であることが義務付けられている。独立性・中立性についても、株主、取引先など当該企業と重要な関係を持たないこと、社外取締役としての報酬以外を当該株式会社から受け取らないことが義務付けられている¹⁹⁾。

今回の改正により上記の2点はどうなったかであるが、社外取締役の設置に関しては、義務化は見送られている。その代わりに事業年度の末日において、監査役会設置会社であり、株式につき有価証券報告書を提出しなければならないものが社外取締役を置いていない場合、取締役は当該事業年度に関する定時株主総会において、「社外取締役を置くことが相当でない理由」を説明しなければならないこととなった。一方、取締役の社外性（＝独立性）に関しては、これまでの規定では「現在、及び、過去において当該株式会社、または、その子会社の業務執行取締役、執行役、支配人その他の使用人」になったことがない者と規定されていたが、改正会社法ではそうした要件に加えて、①親会社または兄弟会社の関係ではないこと、②当該株式会社の関係者（重要な使用人を含む）の配偶者又は二親等内の親族ではないこと、の2つが追加された。ただし、そうした社外性の厳格化が強化される一方で、社外性の対象期間に関わる要件が緩和され、過去10年間、当該株式会社またはその子会社の業務執行取締役、執行役、支配人その他の使用人になったことがない者であれば、社外性の規定を満たすことになっている²⁰⁾。

ただし、取締役の独立性ということでは、2012年の東京証券取引所の上場規則に独立取締役の規定がある²¹⁾。上場会社には、独立役員1名以上の選任が義務付けられており、独立役員とは、「社外取締役又は社外監査役のうち、一般株主と利益相反が生じるおそれのない者」とされている。また、上場会社は、取締役である独立役員を少なくとも1名以上確保するよう努めなければならないという努力規定がある（有価証券上場規定第445条

の4)。そして、2015年6月から施行されたコーポレートガバナンス・コードにおいて、東証1部・2部の上場企業は、2名以上の独立取締役が求められ、遵守しない場合は説明が必要となった²²⁾。

以上が社外取締役の改正に関わる変遷である。コーポレートガバナンス・コードが規定する「独立社外取締役」の機能や役割は「攻めのガバナンス」に関係するが、基本的には、企業の背任行為を防ぐためのガバナンス強化の延長線上に位置づけられてきたといえる。国内はもちろん、海外の投資家に対して企業の信頼度を高め、信頼に基づく投資促進につなげようと意図した措置である。これまで社外取締役を設置していなかったキャノンや新日鉄住金などを始めとして、各所で社外取締役選任の動きが起きており、今後、社外取締役の設置は当然増えてくることが予想される。背任行為の防止といったガバナンスは強化されていくことは間違いないであろう。そういった意味では、意義のある改革といえる。

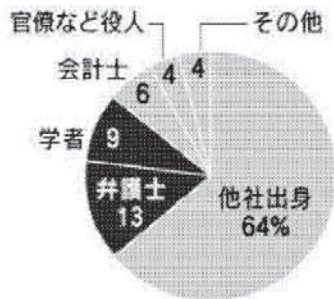
ただ、社外取締役の任務は、単に背任行為の防止や監査だけでなく、経営の方針や戦略に対するアドバイスなどの機能が求められてくるといえる。第三者的な立場から客観的に会社の経営方針や戦略などに対して意見を述べてもらう、といった機能が社外取締役に求められているのが最近のガバナンスへの要請といえる。コーポレートガバナンス・コードは、原則4－8で「独立社外取締役は会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に寄与するように役割・責務を果たすべきであり」という資質が求められている²³⁾。

孫正義氏が率いるソフトバンク社は、社外取締役として、ファーストリテイリング社の柳井氏や日本電産の永守氏を招聘している。背任行為を防止する点のガバナンスというよりは、経営方針や戦略に対するアドバイザー的な役割を果たしてもらうことに本位があると思われる。社外取締役の拡大は、今後そうした意味合いでの設置が増えていく必要がある。2015年に施行されたコーポレートガバナンス・コードにおいての「独立社外取締役」の設置には、中長期的な観点からの持続的な企業価値向上を図るアドバイザーといった役割が期待されることになる。

そうした「攻めのガバナンス」に関わる独立社外取締役の機能や役割については後述することとして、最近の社外取締役の導入・設置状況等の実態を見てみる。社外取締役の導入状況では、2015年の末時点で東証1部の企業で3,400人増えている。導入比率は前年の7割から9割へと急上昇している。社外取締役が少ない日本企業の経営は閉鎖的で非効率、利益率も低いとみられてきたが、社外取締役が急増して「海外勢が日本企業の変化に注目している」状況も見られる²⁴⁾。また、「社外独立取締役」の導入状況は、日本経済新聞社の総合経済データバンク「NEWDS」の主計によると、東証の1部・2部上場で2人以上の独立社外取締役を置く企業が全体の42%（1025社）に達しており、2014年の413社に比べて2.5倍に増えている²⁵⁾。

しかしながら、実態からみると4つの不安材料が懸念される。1つは、第3者委員会報告で指摘された社外取締役の経歴である（図表－5）。つまり経営経験者が少ないという問題点である。経営経験者は全体の6割で、残りは弁護士や学者、元官僚である。「攻めのガバナンス」からすれば、社外取締役に求められる役割は、一般株主の利益を代表し経営陣に意見することあり、長期的な視点にたったの戦略的アドバイスができることである。経営経験者が望ましい。その点、現状では経営の経験者が少ないというのが実態である。未だ不正防止などの「守りのガバナンス」状態が強いといえるかもしれない。

図表－５ 社外取締役の経歴



(注) 対象は東証1部上場企業

(出所) 日経朝刊、2015年7月25日付け

2つ目は、独立性である。コーポレートガバナンス・コードで求められているのは、親会社や取引金融機関出身ではない独立性であるが、現在のところ、コードが求める2人以上の独立性の高い社外取締役がいるのは、東証一部で半数未満に過ぎない。先に総合経済データバンクの調査で、2人以上の独立社外取締役を置く企業が全体の42%（1,025社）に達しており、2014年の413社に比べて2.5倍に増えている状況があった。確かにペースとしては急増しているが半数に至っておらず、社外取締役が取引先であったり、大株主である場合が多く、独立性はまだ十分に達成されていないといえる。海外でも独立した社外取締役が一般的になるまでには時間がかかったと言われる。「欧米でも社外取締役が増えた1980年代は経営者の知人が中心。独立性の高い人が増えるまで10年は必要だった」との声もある²⁶⁾。図表－6は、米国と日本の時価総額上位10社の独立取締役構成比の比較であるが、まだまだ大きな差がある。日本企業にとっては大きな課題といえるであろう。

3つ目は、社外監査役から社外取締役への「くら替え」である。会社法の改正で社外取締役が監査役の役目も担う新たな会社形態ができ、社外監査役が社外取締役に肩書きを変える事例が続出した。東証1部では、東京製鉄や岡二証券グループなど、変身例は100を超えている。監査役に必要とされる専門性は、「報告要求・調査」「取締役の違法行為の防止」「会社・取締役間の訴訟」「会計監査」などであり、不正防止の担い手といった側面が大きい。これまでの監査役が取締役へ「くら替え」しても、経営者的な発想からのガバナンスは難しいといえよう。

そして最後の4つ目は、2014年時点でのことであるが、主要上場会社100社の社外取締役300人のうち37人が2社以上の社外取締役を兼務しており、なかには上場会社7社を兼務する人物もいたという。監督やモニターだけでなく、アドバイザー機能も求められるとなると、会社の経営に近い立場での知識・経験が社外取締役に要請される。そうした適格性を保持した社外取締役が不足しているため、兼務せざるを得ないという状況がある²⁷⁾。「攻めのガバナンス」に向けては、コーポレートガバナンス・コードが求めるような資質を兼ね備えた社外取締役の確保が必要である。「独立社外取締役」の導入は急増しているものの、未だ上場企業の半分に届いておらず、「攻めのガバナンス」体制は今後とも企業側で推進していかなければならない状況といえる²⁸⁾。

図表－6 日米の時価総額上位10社の独立取締役構成比率の比較

	銘柄	取締役数	独立取締役数	独立取締役 構成比
1	トヨタ自動車	15	3	20%
2	MUFG	15	4	27%
3	ソフトバンク	10	3	30%
4	NTTドコモ	15	1	7%
5	NTT	11	2	18%
6	KDDI	13	1	8%
7	JT	8	2	25%
8	ホンダ	13	1	8%
9	SMFG	13	3	23%
10	みずほFG	13	5	38%

	銘柄	取締役数	独立取締役数	独立取締役 構成比
1	アップル	8	7	88%
2	エクソンモービル	12	11	92%
3	マイクロソフト	12	10	83%
4	パークシャー・ハサウエー	13	9	69%
5	グーグル	10	7	70%
6	ジョンソン・エンド・ジョンソン	13	12	92%
7	ウェルズファースト	15	14	93%
8	ウォルマート	15	10	67%
9	GE	18	17	94%
10	P&G	11	10	91%

(出所) 藤田、前掲書、p.207ならびにp.213より。

4－2 コーポレートガバナンス・コードの導入と実態

2014年6月の改正会社法が成立し、社外取締役の規定が改正されたわけであるが、同年8月に東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする有識者会議が設けられ、上場企業のコーポレートガバナンス上の諸原則を記載したコーポレートガバナンス・コードの作成が進められた。株主の権利や取締役会の役割、役員報酬の在り方など、上場企業が守るべき行動規範を網羅したもので、法的な強制力はないが「Comply or Explain」（同意せよ、さもなくば説明せよ）の原則に基づき上場企業はコードに同意するか、しない場合にはその理由を投資家に説明することが必要とされる。企業側（＝経営者側）に要請される規律である²⁹⁾。

これまでも言及したが、ガバナンスの追及は日本においても歴史がある。主なガバナンス追及の狙いは、経営者の倫理観の是正、社会的責任、ステークホルダー間での分配問題、投資家と経営者との利害調整などさまざまであったが、「稼ぐ力」を向上させる要素としてガバナンスが位置付けられたわけではなかった。今回進められたコーポレートガバナンス・コードの策定は、本質的には日本企業の国際競争力を高めるためという狙いが

ある。つまり、デフレの原因の1つに、企業が内部留保をため込むという行動と構造があった。経営者がリスクを恐れるあまり、新規の設備投資やM&Aなどの攻めの経営を躊躇してしまう。あるいは、収益を株主への配当や従業員の賃上げに回さず、内部留保としてため込んでしまう。そうした企業行動が構造化し、「失われた20年」という景気の低迷期をつくってしまった。今回のコーポレートガバナンス・コードの策定は、そうした企業の構造やマインドを打破し、資本効率と収益力を高めて、国際競争力を回復することが狙いである。これまでのガバナンスの追及とは質が異なるものである。

コードは、企業側に対して（経営者や取締役会に対して）、株主に対する受託者責任・説明責任を果たす原則といえるが、柱は3つある。①リスクの回避・抑制や不祥事の防止を強調するのではなく、企業家精神の発揮を促し、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を図ること（序文7）、②経営幹部・取締役（社外取締役を含む）は、対話を通じて株主の声に耳を傾けること（基本原則7）、③経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、収益力・資本効率に関する目標を提示し、実行内容について株主に分かりやすい言葉で・論理で明確に説明すべきこと、の3つであった。

柱3つは、一体化している。つまり、収益力や資本効率を高めるマネジメントへ変革を図ることは、株主の声を聴くことでもあり、彼らへの還元を高めることにつながる。そうした関係の継続が持続的な企業価値向上につながる。「攻めのガバナンス」とは、こうした関係と循環を狙っており、これまでのガバナンスの追及とは質を異にしているのである。資本効率に関する目標の提示という点で、「ROE」が重視視されてくる。投資家は議決権の行使基準にROE指標を取り入れる動きが出てきており、マネジメントの在り方を変える大きな契機となっているといえる。コードは企業や投資家はもちろん、ひいては経済全体の発展にも寄与するものと考えられている。意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果敢な意思決定を促すことを通じて、「攻めのガバナンス」の実現を目指しているのである³⁰⁾。

コードは、金融庁と東京証券取引所を共同事務局とする有識者会議が策定し、H27年6月1日より施行されている。5つの基本原則+30の原則+38の補充原則から成る。基本原則は、第1章から第5章で構成され、以下のようなテーマを掲げている。

第1章：株主の権利・平等性の確保

第2章：株主以外のステークホルダーとの適切な関係

第3章：適切な情報開示と透明性の確保

第4章：取締役会等の責務

第5章：株主との対話

どれが大事であるかといったウエイトづけは難しいが、特に収益力や資本効率を高めて「攻めのガバナンス」体制を築くことがコードの本質であり、最もそれに関係するところが第5章の「株主との対話」といえる。本稿では紙面の関係もあり、ここに絞って考察する。

「株主との対話」の最初には、①上場会社はその持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するために、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきであること、また、②経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、そうした会話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針

を株主にわかりやすい形で明確に説明し、その理解を得る努力を行うこと、さらに、③株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきこと、が明記されている³¹⁾。

「攻めのガバナンス」体制は、コードが自然にもたらしてくれるわけではない。遵守が義務付けられているわけでもなく、あくまでもガバナンスの方針が示されており、投資家と企業側とが「協力」「協創」しながら体制を作り上げなくてはならない。特に中長期の企業価値をどう高めるかについては、投資家の声を反映させながら作り上げなければならない。取締役会ならびに経営幹部と株主はどのような場で、どんな案件を対話すれば「攻めのガバナンス」につながるのか、それを決めるのが「株主との対話」の在り方といえる。本稿で「株主との対話」を取り上げる理由はそこにある。

以下、企業側＝経営側は、どんな点に留意したらよいかを述べる。そうした留意は、これまでのガバナンスとは質の異なる「攻めのガバナンス」につながる内容を持ち、マネジメントのパラダイムシフトにつながるものとなるように思われる。5点ほどである。

まず第1に、経営側は対話に際しては、企業価値の認識と改善方法の開示が必要とされる。日本の経営者の企業価値の認識は、売上高の増大であったり、人的資源に関する内容であったり、かなり幅広い認識がもたれる傾向がある。しかし、今後は株主である投資家の企業価値認識を重視する必要がある。投資家の認識する企業価値向上とは、投資家の想定する「資本コスト」を上回る将来のキャッシュフロー（利益）を現在価値に割引いたものの総額といえる。投資家から見た企業価値は、資本コストを上回るキャッシュフローが生み出されて初めて向上するものとなる。経営側はそうした認識を受け止め、資本コストを上回る利益を上げる手立てをしっかりと構想し、投資家に開示する必要がある。また、具体的な経営戦略や経営計画等の開示も重要となる。対話を通じて投資家に理解されなければならない。もし投資家側から懸念が持ち上げれば、経営側は適切に対応を講じる必要がある。

第2に、経営側は、資本生産性や資本効率の目標の開示が必要である。資本生産性は、投下した資本や資産の額に対してどのくらいのリターンを挙げているのかを示すもので、ROE（自己資本利益率）、ROIC（投資資本利益率）、ROA（総資産利益率）といった指標がある。注目されるのはROEとなる。JPX400でもROEによる企業のランキング化が行われており、企業側は5%、8%といった具体的な目標値を公開しなければならない。投資家はその指標で投資の有無を判断する可能性が高い。

第3に、ROEの開示と関係するが、どのようなプロセスでROEや資本生産性などの目標値を達成しようとするのかの説明が投資家になされなければならない。つまり、資本効率を高めるノウハウを具体的にプランニングしておかなければならず、「稼ぐ力」となるシナリオを示すことができなければならない。例えば、資本生産性を、売上高利益率（マージン）・売上高回転率（ターンオーバー）・財務レバレッジに分解し、それぞれの目標水準をどのレベルにするのか、経済環境が変化した場合に、それぞれどれくらいの変化を考えているのかなどを開示する必要があるといえる。「稼ぐ力」となるシナリオは、「稼ぐ力」をささえるマネジメント力と言い換えることができる。また、環境変化への対応シナリオは、適応力はもちろん、中長期的な戦略を持ち合わせていなければならない。それらを対

話によって具現化していくところに「攻めのガバナンス」が生まれるといえる。

第4に、経営幹部の選任プロセスの投資家への開示が重要である。日本の経営幹部の選任は、例えば社長などの選任の場合、前任者の達成度の如何にかかわらず、彼らが後任者を選び、しかも3年交代や5年交代で定期的にされることが多いように思われる。経営幹部の選任は、中長期的に企業価値を高められる人材が登用されるべきで、そうした視点で誰がどのように決定したかが開示されないと、投資家から見て企業価値が継続的に向上する経営者が選ばれているのかどうかを確認できない。内部の人だけで選任するのではなく、対話を通じて外部の投資家の意見も取り入れながら、選任プロセスを決定していくことも求められてくるように思われる。

そして第5に、企業側はどんな人や機関が対話の窓口となるのが効果的となるかという点である。コードは対話の形式や担い手を明確に規定しているわけではなく、ガバナンス法規ではない。したがって、実際の在り方は企業により差がでる。もちろん、一定の指針があるため企業により千差万別といったひらきは出ないものの、企業ごとに違いは出る。ただ、対話の場と構成メンバーの効果的な在り方は、ある程度共通の形態が想定されよう。基本的な対話の場は、株主総会であり、経営側の代表は取締役会のメンバーとなる。独立社外取締役は、株主の利害を代表しており、日頃から経営幹部は彼らの声を重視する必要がある。

しかしながら、対話は株主総会だけでなく、例えば企業側の業績報告の際とか、定期的な事業報告・説明会などでも投資家との対話機会をつくれるように思われる。コードは、株主総会はもちろんであるが、その他の機会を「対話」機会として見出し、意見交換やコミュニケーションを密にすることを狙っているように思われる。また、企業側は取締役会のメンバーだけが企業価値の向上を考えればよいというわけではない。企業価値の考えをある程度理解している「経営企画部」や「IR部門」「法務部門」など、さまざまな部門との情報連携による対応も必要となるといえよう。

コーポレートガバナンス・コードの導入実態ということでは、まだ施行されて日が浅いということもあり実態把握が難しいが、短期的には株主還元対応（自社株買いや増配）の実態、そして中長期的な対応としては、ROEの向上や資本効率の向上への対応の実態、そして「対話」の場や回数、対話の内容などに関わる実態が明らかにされることが望ましいが、今回はROEへの対応動向を検証しておく。

日本経済新聞社が2014年度の決算を発表した東証一部上場1,714社（金融などを除く）を対象にしたROE調査をみると（図表－7）、32%に当たる549社が10%を超えた。3社に1社が10%を超えた状況である。2014年度は大企業を中心に業績が上向き、平均ROEは8.2%と2013年度の8.6%とほぼ同じ水準となった³²⁾。同調査では、10%超の企業が増えた最大の理由を利益率の改善にあるとし、代表企業にファナックを挙げている。スマートフォン向けの金属加工向けロボドリルが好調で純利益が過去最高となり、ROEが16.1%と6ポイント上昇している。最近では、新日鉄住金やJFEホールディング、そして三菱重工などが経営目標として、3年後のROEを10%以上に高めると発表しており、投資家を意識した指標として着実に位置付けられてきているといえる。

ROEを上げるためには、配当の増大や自社株買いも有効となるが、ブラザー工業は自社株買いで自己資本の増加を抑え、ROEを大幅に改善させている。また、金属加工機械

メーカーのアマダは、2015年5月に翌年の3月期までの資本政策として、純利益の半分程度を配当、残りを自社株買いに充てる総還元性向100%の方針を打ち出している。これまでのアマダは、ROEが3.1%と低くJPX400銘柄に選ばれなかった。2014年3月期のアマダの推定順位は621位であり、16年3月期までの「中期計画」を達成すれば300位くらいになれることを想定し、同時期までの資本政策として純利益の50%程度を配当に回し、残る50%程度を自社株買いに充てる総還元性向100%の方針を打ち出している³³⁾。

図表－7 2014年度のROEが改善した主な企業

14年度のROEが改善した主な企業	
自社株買いを実施	
	ROE(13→14年度)
ブラザー工業	6.9%→16.8%
HOYA	11.6→16.5
オムロン	11.6→13.5
花 王	10.7→12.4
最高益達成	
案 天	16.0→19.6
ファナック	9.7→16.1
村田製作所	10.3→16.1
ブリヂストン	12.7→15.5
日本精工	9.2→15.3
KDDI	13.0→14.9
三菱電機	10.9→13.9
川崎重工業	11.0→12.9
2桁台を回復	
カシオ計算機	9.2→13.6
パナソニック	8.6→10.6
アステラス製薬	7.4→10.5
野村不動産ホールディングス	7.8→10.3

(出所) 日経朝刊、2015年5月25日付け。

「ROE革命」の先駆けとなった企業に味の素の事例がある。味の素はアベノミクスが始まる以前の2011年にROE水準を8%まで高める方針を打ち出し、自社株買いとその消却、設備投資に積極的に取り組んできた結果、900円前後だった株価は2,500円前後まで上昇した。また、富士フィルムは2014年11月に、内部資金の活用と株主還元の強化を打ち出した。3年間で2,000億円を配当と自社株買いに使い、これによりROE7%を実現しようとしている³⁴⁾。日本企業の平均的なROE達成率は、2年前の2013年には5%台であったが、2015年には10%に寄せそうな勢いで改善がみられる。長年ため込んだ100兆円もの資金を使い始めた証であり、成長のための設備投資やM&A、株主還元のための増配や自社株買いが急増しており、それが株価を押し上げている状況が生まれている。

4－3 日本版スチュワードシップ・コードの導入と実施

コーポレートガバナンス・コードは、企業側(＝経営者)がガバナンスに対して遵守すべき態度や姿勢をコード化したものであったが、日本版スチュワードシップ・コードとは、

株主である機関投資家に対し、「責任ある機関投資家」として守るべき諸原則をまとめたもので、企業の持続的な成長を促すことを目的としている³⁵⁾。

経緯は、2013年6月の「日本再興戦略」において、「機関投資家が対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則」について検討することが盛り込まれた。より具体的な原則は、2013年8月に金融庁に設置された「日本版スチュワードシップ・コードに関わる有識者検討会」において検討がなされ、2014年2月に『責任ある機関投資家』の諸原則が策定・公表されるに至っている。日本版と言われる理由は、2010年に世界で初めて策定された英国版スチュワードシップ・コードを参照しており、2014年2月に策定されたコードは、副題として「日本版スチュワードシップ・コード」と呼ばれている³⁶⁾。「スチュワードシップ・コード」には、元来、「資本提供を通じた企業・産業の成長サポート」という目的があり、英国だけでなく、米国でも投資家の行動を律するものとして「エイボン・レター」などもある。つまり、コードの導入はグローバルな課題となっており、日本もそうした流れを加味した上での戦略的措置といえる。

日本版スチュワードシップ・コードは、直接的には「対話を通じて企業の中長期的な成長を促す」ことを機関投資家の責任として（＝受託者責任として）課すところに特徴があるが、間接的には機関投資家の先にいる企業の改革を視野に入れてコードといえる。先にコーポレートガバナンス・コードを考察したが、スチュワードシップ・コードはコーポレートガバナンス・コードとともに「車の両輪」となり、企業の持続的成長と中長期的な投資リターンの増大とを両立させるようとしている。スチュワードシップ・コードは、投資先企業の持続的な成長に貢献する責任を負うが、中長期的な投資リターンの増大のために、議決権行使を通じて企業のコーポレートガバナンス改革を推し進めことも意図している。

コードの冒頭には、コードを履行するために必要とされる「スチュワード・シップ責任」の定義がされている。それは、「機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者』の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する」とされている³⁷⁾。投資先企業の価値向上と持続的な成長を「建設的な対話」を通じて実現する責任を有し、受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任も有するのがスチュワードシップの担い手たる機関投資家の役割となる。

この「スチュワードシップ責任」は、これまでの企業と投資家の関係や受託者責任とは質的に異なる内容を持っている³⁸⁾。これまでの受託者責任においては、さまざまな責任の果たし方が許容された。短期的な投資や長期的な投資などである。しかし、「スチュワードシップ責任」の果たし方は、投資先企業の成長にまで関心を持つ運用手法という点でより限定的である。つまり、スチュワードシップ・コードに準拠した機関投資家・運用者は、単に運用パフォーマンスを期待されているだけではなく、投資先企業の持続的成長に貢献することが期待されている。こうした投資家責任は、これまでの企業と投資家との関係においては求められておらず、スチュワードシップ・コードによる新しいガバナンス体制であり、「攻めのガバナンス」と「稼ぐ力」を生み出すための推進力といえよう。

なお、スチュワードシップ・コードもコーポレートガバナンス・コード同様、法令とは異なり法的拘束力を有するものではない。コードの趣旨に賛同しこれを受け入れる用意が

ある機関投資家に対して、その旨を表明（公表）することを期待するのである。いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」手法をコードは採用している。自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考える企業は、「実施しない理由」を十分に説明することで実施しなくてもよい。すべての原則を一律に実施しなければならないわけではないが、実施しない原則に関わる場合、自らの対応について、顧客・受益者の理解が十分に得られるように説明が必要とされる。日本版スチュワードシップ・コードの7原則は以下の通りである（図表－8）。

図表－8 日本版スチュワードシップ・コードの7つの原則

- 1 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- 2 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
- 3 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
- 4 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
- 5 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
- 6 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
- 7 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

（出所）藤田 前掲書、p.171.

この原則の中でも最も需要となるのは、原則4の「建設的な目的を持った対話」（＝エンゲージメント）といえる。「スチュワードシップ責任」とは、この「建設的な目的を持った対話」を通じて企業価値向上を果たす責任である。この対話により投資家は、企業行動に変化をもたらし、企業価値向上を効果的に実現させることが可能となる。もちろん、投資家からの一方的な押し付けを意味するものではない。企業側と投資家が対等の立場にたって話をし、企業側を納得させる高いレベルでの対話を意味する。ただし、その実現のためには、投資家側は企業活動に対す深い理解が必要となる。そこで、原則3において「当該企業の状況を的確に把握する」こと、そして原則7において「スチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備える」ことが求められている。

企業の持続的な価値向上を図るパートナー的な役割が投資家にも求められているのであり、単に短期的な投資リターンを高めるための対話や関係とは全く異なる。ここにこれまでのガバナンス体制と大きく異なり、質を異にするガバナンスづくりがある。投資家側は企業状況の把握のために財務情報のみならず、経営理念・経営戦略・ステークホルダーとの関係などの非財務情報やESG情報などの提示を対話を通じて受け、企業活動全般を包括的に理解・把握しなければならない³⁹⁾。

そうした責任は何を意味するかというと、投資家は「物言う株主」ではあるが、単に自分の希望や要求のみを対話するのとはわけが違うということである。つまり、投資家（機関投資家）は、社内に投資先企業の活動情報を対話を通じて入手し、さらに分析できなければならない。財務情報のアナリストはもとより、非財務情報のアナリストやリサーチャー、ファンド・マネジャーなどの専門家を社内に持ち合わせていなければならない。もしそうした力量がなければ、スチュワードシップ責任を果たすことができない。専門家を有しない機関投資家が行う議決権行使は、非常に形式的な基準からのもので、持続的な企業価値向上に向けたガバナンスを遂行していないことになる。社内に選任のアナリストを保持していない機関投資家は、対話をする能力がないとみなされてもしかたがないともいえる。

投資家は、企業側に対して、収益性や資本効率をどう上げていくのか、投資計画やリスクストラクチャリング計画、M&A計画など、経営の中核的情報の開示を求めることができる。それは自身のリターンを考えるというよりも、協同して企業価値の中長期的な価値向上を図るための判断材料の収集であり、対話を通じて企業側とともに価値を高めていかななくてはならない。ここにこれまでのガバナンスとは異なる側面がある。

実際に企業側への影響、マネジメントへの影響を考えると、投資家との間での「対話」機会が増大してくるであろう。「対話」は株主総会がまず重要な場となる。日本経済新聞社の調査によると、「セレモニー」的だった株主総会が、株式市場を動かす材料に脱皮しつつあることが報告されている。その調査では、総会で最も注目されるポイントは何かが市場関係者に対して調査されており、最も重視されている項目は「株主還元策」（34％）を筆頭に、「ROE水準」（32％）、「政策保有株の経済合理性」（17％）、「社外取締役の独立性」（10％）、「社外取締役の人数」（5％）となっている。長期的な視点に立った投資家の声が反映されているとの評価がされている⁴⁰⁾。また、スチュワードシップ・コードは、対話の場を株主総会に限定しているわけではない。投資家側は対話の機会をさまざまに見出し、要求する可能性が高まる。財務情報に関わる対話、非財務情報に関わる対話など、株主総会とは異なる機会に設定されることが予想される。

2015年6月11日現在で184の受け入れ表明が企業からなされている（図表－9）。そうした機関投資家がスチュワードシップ責任を果たそうとしている状況である。昨年の日本投資顧問業協会によるアンケート調査により、機関投資家が「対話においてどんな項目を重視すべきであるか」と考えると、「企業戦略」項目が最も重視されており、以下、2番目に「企業業績・長期見通し」、3番目に「企業統治体制」、4番目に「リスク要因」、5番目に「企業活動全般」という順であった（図表－10）。投資家は長期的な判断材料を重視しており、スチュワードシップの効果は現れているといえよう。

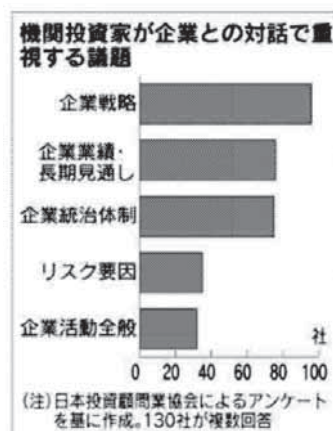
また、企業側が投資家の動きをどう見ているかを日本IR協議会の調査からみると、スチュワードシップ・コードの導入後、投資家の行動や投資家からの質問に変化を感じるかどうかの調査であるが、「見られる」が38.7%、「見られない」が32.5%、「どちらとも言えない」が27.2%という結果であった。投資家側に企業と対話する際への態度が変化していることがわかる。一般社団法人日本IR協議会は、第22回「IR活動の実態調査」の結果をまとめており（2015年1月29日から3月6日まで）、日本版スチュワードシップ・コードの影響に関しての調査をしている⁴¹⁾。

図表－９ 日本版スチュワードシップ・コード受入表明数

信託銀行など	三菱UFJ信託銀行、みずほ信託銀行、リソナ銀行など	6
投信・投資顧問会社など	アバディーン投信投資顧問、アライアンス・パースタインなど	129
年金基金など	三菱UFJ銀行(企業年金基金)、独立行政法人農業者年金基金など	21
生命保険・損害保険会社など	あいおいニッセイ同和損害保険、朝日生命保険相互会社など	21
その他(議決権行使助言会社など)	日本政策投資銀行、グラス・ルイス・アンド・カンパニーなど	7
合計		184

(出所) 金融庁『『責任ある機関投資家の諸原則』《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』の受け入れを表明した機関投資家のリスト」平成27年(金融庁HP (http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150611-1/list_01.pdfより)。

図表－10 機関投資家が企業との対話で重視する課題

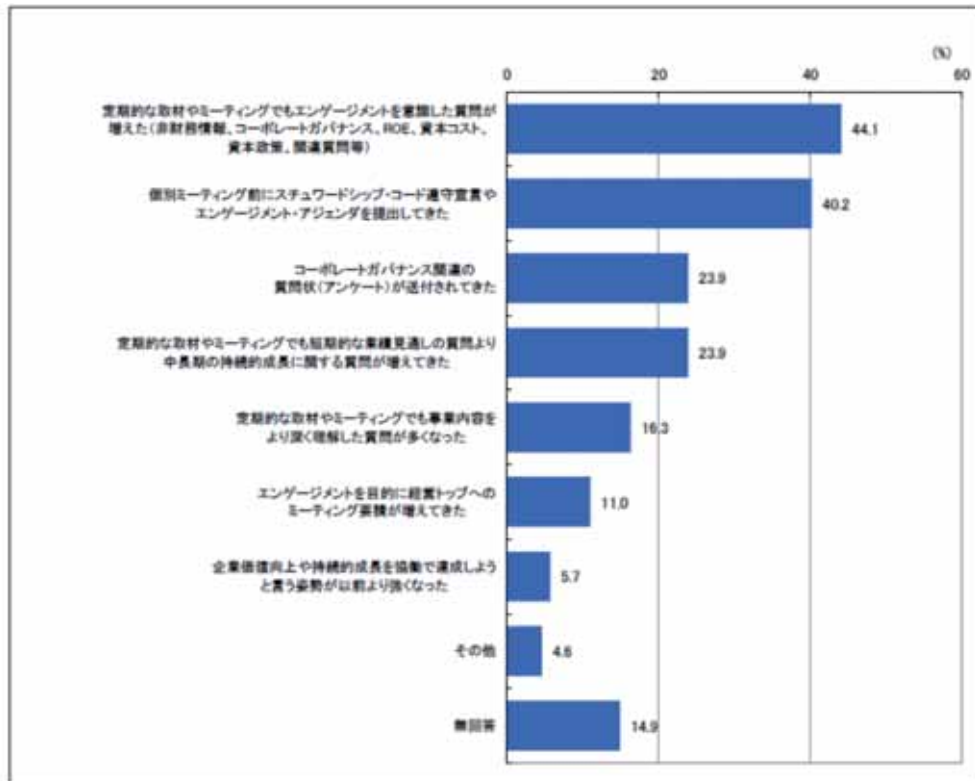


(出所) 日経朝刊、2015年6月6日付け。

同調査では、投資家の行動や質問に変化を感じている企業が4割近く存在しており、スチュワードシップの影響はかなりあることがうかがえる。また、変化が「見られる」と「どちらとも言えない」と回答した企業に対して、どのような事象や実感があるかを尋ねたところ、「定期的な取材やミーティングでもエンゲージメントを意識した質問が増えた」(44.1%)が最も多く、次いで「個別ミーティング前にスチュワードシップ・コード遵守宣言やエンゲージメント・アジェンダを提出してきた」(40.2%)、さらに「コーポレートガバナンス関連の質問状(アンケート)が送付されてきた」「定期的な取材やミーティングでも短期的な業績見通しの質問より、中長期の持続的成長に関する質問が増えてきた」(ともに23.9%)といった結果である(図表－11)。投資先企業から見ても、自社の株主である機関投資家から非財務情報やROE、資本政策に関わる質問が多く寄せられ、中長期の持続的成長に関する質問なども増えていると実感されていることがわかる。

スチュワードシップ・コードが効果を現し始めている一端として、さらに、生保や信託の「脱・安定株主」という動きも挙げられる。日本の生保の株式投資は、営業上の目的から株を持つ「政策保有」が多く、株主総会で会社の議案に反対しない安定株主として根付

図表－11 スチュワードシップ・コード導入後に機関投資家の行動変化への実感



(出所) 日本IR協議会「NEWS RELEASE」(2015年4月14日)、p.7.

いてきた。その生保が「物言う投資家」に変わろうとしている。日本生命は、ROEが継続的に5%を下回る企業の議案を精査するとし、第一生命は、出席率が半分に満たない社外取締役の再任に反対している。また、生保と並ぶ代表的な機関投資家である信託銀行においても、三菱UFJ信託銀行は、ROEの要求水準は5%を目安にしており、「機械的に判断せず、上向きの変化の兆しがあるかどうかを見極めたうえで最終判断する」という姿勢をみせている⁴²⁾。野村アセットは、社外取締役不在で業績不振企業の長期在任トップに反対票を投じるとしており、安定株主志向であった大手の生保や損保が議決権行使基準を厳しくしており、スチュワードシップ・コードの影響が見て取れる。

5. まとめにかえて

日本の再興戦略＝成長戦略による新しいガバナンス体制づくりを考察してきた。コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードが両輪となって「稼ぐ力」と「攻めのガバナンス」体制は確実に定着しつつあると言ってよいであろう。企業側と投資家は「目的を持った対話」を通じて持続的な企業価値向上を目指すパートナー的な関係となり、それぞれが責任を果たし合えるかどうか、競争力の鍵となる。企業側は、資本効

率を高めるべくROE向上のためのマネジメントを強化しなくてはならない。すでに増配や自社株買いといった企業行動の変化ははっきり見られる。

しかし、どちらかといえば、増配や自社株買いは短期的な対応であり、中長期的な投資計画、M&Aプラン、戦略構想などの具体性とそこに込められる新規性、先見性などが持続的な企業価値の源泉となっていく。企業はROEを高めるテクニックと手法を身につけ、駆使するだけでは企業価値の向上を図った経営をしているとは言えないであろう。特に増配や自社株買いといった手法は、非常に感覚的な解釈であるが「企業価値の維持」に近いように思われる。やはり「価値の向上」に向けては、投資家との対話を通じての「新規事業の企画力」こそ、今の日本企業の置かれた環境からして最も必要とされるマネジメント能力であると考ええる。新規の製品・市場の創造につながる企画力＝マネジメント力を社外取締役やコーポレートガバナンス・コードを通じたガバナンス体制のなかで醸成していくことが企業側に求められる課題ではないと考えている⁴³⁾。

一方投資家側に対しては、企業側から対話を通じて開示される非財務情報や各種の企業情報を分析できる能力を持ち合わせていく必要がある。企業側から対話のパートナーとして信頼を勝ち取るためには、少なくとも経営者と同じ目線に立ち、経営者に「新しい気づき」を提供できる投資家である必要がある。また、経営者の戦略をより理論的・実践的にサポートできる必要もあり、分析能力や経営能力を投資家側は持ち合わせていなければならない。機関投資家は、個人というよりは法人である。そうした能力は組織的に整えることになる。アナリストを外部から調達することも可能であるが、できるだけ社内で育成しスチュワードシップ責任能力を高める方が経営側との利害の一致をより深めることができるように思われる。

今後、こうした環境のなかで、ROEを重視した経営や資本効率を高めるマネジメント手法がさまざまな企業で展開されていくことが予想される。そうしたマネジメントの有効性や実態、あるいは考え方の是非などについては、筆者の今後の課題である。

注)

- 1) (みずほ総合研究所『2020年に向けた経済政策 5 分野の提言』2014年、p.4 (<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/urgency/report140725.pdf>より)。
- 2) バブル崩壊以降の企業統治の制度や制度改革の特質、そしてそれらの弊害に関しての考察は、加護野忠男『経営はだれのものか』日本経済新聞出版社、2014年、第2章 (pp. 90-165を参照されたい)。
- 3) 藤田 勉『日本企業のためのコーポレートガバナンス講座』東洋経済新報社、2015年、p.54。詳しくは、田中一弘『「良心」から企業統治を考えるー日本的経営の倫理』東洋経済新報社、2014年を参照されたい。
- 4) 藤田、同上、p.55。柳川範之「契約理論から見た我が国の今後のコーポレートガバナンスのあり方」(経済諮問会議目指すべき市場経済システムに関する調査会第2回配布資料2、2003年、p.2)を参照されたい。なお、社会的責任論という観点からの「ステークホルダー・エンゲージメント論」に関しては、谷本寛治『責任ある競争力』NTT出版、2013年、pp.195-213が詳しい。
- 5) 伊丹敬之『日本型コーポレートガバナンスー従業員主権の論理と改革ー』日本経済新

- 聞社、2009年、p.18. コーポレートガバナンスの定義に関しては、同書、pp.17-26を参照されたい。
- 6) 「持続的成長への競争力とインセンティブ企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクト（伊藤レポート）、2014年、p.18ならびにpp.27-28を参照されたい。また、これまでの日本の会社統治改革の問題点の指摘に関しては、加護野忠男『経営はだれのものか』日本経済新聞社、2014年、pp.182-187において、「法律主導の会社統治」という観点から考察されている。参照されたい。
- 7) 花崎正晴『コーポレート・ガバナンス』岩波新書、2014年、p.173.
- 8) 日本的なガバナンスの特質については、伊丹、前掲書、pp.11-13ならびにpp.42-52を参照押されたい。なお伊丹氏は、日本的な特質として、「建前は株主主権、本音は従業員主権というものであったと思われる」と特徴つけており、主権者としては株主よりも従業員主権を重視したガバナンス論を展開している。
- 9) 日本企業のキャッシュを溜め込む体質に関しては、加護野、前掲書、pp.91-98が詳しい。また、資本効率の悪化や改善の急務さに関しては、伊丹、前掲書、p. 2 を参照されたい。
- 10) 森・濱田松本法律事務所編『変わるコーポレートガバナンス』日本経済新聞出版社、2015年、pp.22-23を参照している。
- 11) 同上、p.29.
- 12) 同上、pp.30-31.
- 13) 社会的責任に関する新しい国際規格であるISO2600でも、ステークホルダーとのエンゲージメントが7つの重要な原則として定められており、特に機関投資家の世界では、エンゲージメントは、その行動を表現するグローバルな表現用語となっている。同上、p.36を参照されたい。
- 14) みずほ総合研究所『2020年に向けた経済政策 5 分野の提言』2014年、前掲、p.19.
- 15) 広木隆『勝てるROE投資術』日本経済新聞出版社、2014年、p.35.
- 16) 同上、pp.41-42を参照されたい。
- 17) 大和証券投資戦略部編著『大予測「投資テーマ」別成長業界&企業2015-2016』日本経済新聞出版、2015年、p.50. 算出を開始した2014年1月6日以降、JPX日経400に連動する投資信託が複数の信託会社などから設定されている。ETF（上場投資信託）へは、2014年1月28日に2本が上場されたのを皮切りに、同年4月1日現在でJPX日経400に連動するETFは4本設定されている。ETFの設定数からすると、日経平均株価に連動するETFが6本、TOPIXに4本、そしてJPX日経400に4本となっている。Wikipedia 日経JPX400 より。
- 18) 以下、断りのない限り、四戸祐一郎「日本の社外取締役と改正会社法」(www.crossfields.co.jp/image/reports/mailmagazine_vol.6_2.pdf)を参照している。
- 19) 同上、p.5.
- 20) 同上。なお、同改正において、社外取締役の責任限定契約（損害賠償責任を一定の範囲に限定する契約）に関する規程も改正されている。責任限定契約を締結できるのは、社外取締役及び社外監査役のみであったが、改正により、非業務執行取締役等と全監査役も締結が可能となった（427条）。そして、これまで責任限定契約に関する定款の定め

- がある場合、社外取締役及び社外監査役である旨の投機が求められていたが、当該規定は廃止されるに至っている。藤田、前掲書、p.212を参照されたい。
- 21) その目的や効果については、加護野、前掲書、2014年、pp.132-138を参照されたい。
- 22) 藤田、前掲書、p.212.
- 23) 森・濱田松本法律事務所編、前掲書、p.80.
- 24) 日経朝刊、2015年7月25日付け。
- 25) 日経朝刊、2015年7月28日付け。
- 26) 日経朝刊、2015年7月25日付け。
- 27) 日経朝刊、2014年9月2日付け。
- 28) 補充原則4-11②では、兼任について「その数は合理的な範囲にとどめるべきであり、上場会社は、その兼任状況を毎年開示すべき」としている。しかし、合理的な範囲の目安はない。この点、藤田氏は、「独立取締役の普及状況を見た上で、補充原則4-11②を改定し、独立取締役の兼務社数の制限を盛り込むことも一案であろう」としている。藤田、前掲書、p.170.
- 29) 経営者側とは、経営幹部ならびに取締役会を指す。
- 30) コーポレートガバナンス・コードの策定に関わる有識者会議『コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方（案）』平成26年、p.3.
- 31) 同上、p.27.
- 32) 日経朝刊、2015年5月25日付け。
- 33) Bloomberg News <http://www.bloomberg.co.jp/news/123-N6W1T16K50YD01.html>より。
- 34) 日経朝刊、2015年5月6日付け。
- 35) みずほ、前掲、p.22. なお機関投資家は、基本的には2つに分かれる。資金の運用などを受託し自ら企業への投資を行う「資産運用者としての機関投資家」（投信用会社など）と、当該資金の出し手を含む「資産保有者としての機関投資家」（年金基金や保険会社など）である。ただし、機関投資家から業務の委託を受ける議決権行使助言会社等も機関投資家の対象となる。藤田、前掲書、p.171.
- 36) 英国版スチュワードシップ・コードに関しては、北川哲雄編著『スチュワードシップとコーポレートガバナンス-2つのコードが変える日本の企業・経済・社会-』2015年、第2章（pp.27-56）を参照されたい。
- 37) 同上、p.84.
- 38) スチュワードシップ責任と受託責任との比較に関しては、神作裕之「コーポレートガバナンス向上に向けた内外の動向-スチュワードシップ・コードを中心として」『商事法務』No.2030、2014年、pp.11-24を参照されたい。
- 39) EGS情報とは、E=Environment（環境情報）、S=Social（社会情報）、G=Governance（ガバナンス情報）のことである。
- 40) 「株主との対話が進めば、100兆円に及ぶ上場企業の手元資金が動き、それで株価が上昇すれば個人金融資産1700兆円も投資に動く-日本経済全体の好循環への期待も市場にはちらつく」と評している。日経朝刊、2015年6月14日付けを参照されたい。
- 41) 日本IR協議会「NEWS RELEASE」（2015年4月14日）、p.1.

42) 日経朝刊、2015年6月12日付け。

43) 独立社外取締役の導入と企業価値の向上との相関関係、あるいは独立社外取締役の導入とROE向上との相関関係に関する見解や検証に関しては、今井 裕『経営者支配とは何か』文眞堂、2014年、pp.263－266を参照されたい。今井氏は、独立社外取締役の導入と企業価値の向上、ROEの向上との間の相関関係を根拠に、導入の義務化を主張している。